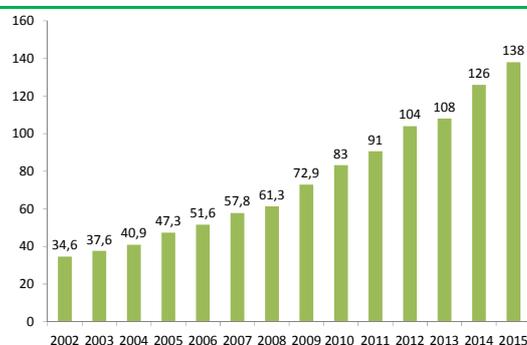
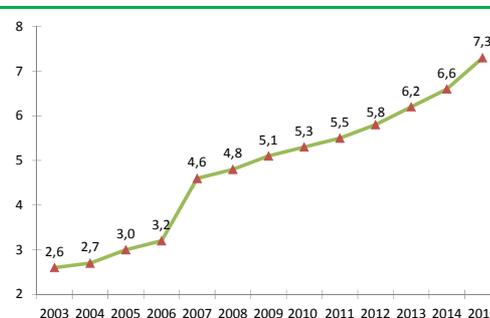


Fondi pensioni italiani: risorse destinate alle prestazioni
(2015; mld di euro)



Fonte: Covip

Numero di iscritti alla previdenza complementare
(2015; mln)



Fonte: Covip

In Italia la **partecipazione alla previdenza complementare** appare ancora limitata. A fine 2015 gli iscritti ammontavano a circa 7,3 milioni e le risorse destinate alle prestazioni avevano raggiunto i 139 mld di euro. Aderiscono alla previdenza meno del 30% degli occupati. **I fondi pensione** indirizzano una componente rilevante del loro portafoglio nel sistema Paese (€35 mld, in prevalenza titoli di Stato); la componente destinata al finanziamento delle imprese italiane appare invece molto ridotta (€2,6 mld).

Una porzione significativa del risparmio previdenziale degli italiani è affidato anche alle **Casse di previdenza privata** il cui patrimonio a fine 2014 ammontava a €72 mld di euro. Rispetto ai fondi pensione le Casse investono in Italia una porzione maggiore del loro patrimonio (il 62%). Le casse e i fondi pensione complessivamente gestiscono un stock di capitale superiore ai €200 mld.

I potenziali benefici di una maggior partecipazione degli enti previdenziali al finanziamento delle imprese sarebbero non solo per le imprese ma anche per i fondi dal momento che, in un sistema economico più sano, gli schemi previdenziali beneficerebbero di una migliore diversificazione, di un bacino più ampio in termini di possibili adesioni e di un maggior potenziale contributivo.

Gli enti previdenziali e gli investimenti nel sistema Italia

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

In Italia la partecipazione alla previdenza complementare appare ancora limitata. A fine 2015 gli iscritti ammontavano a circa 7,3 milioni e le risorse destinate alle prestazioni avevano raggiunto i 139 mld di euro; si tratta di un valore pari a circa l'8,1% del Pil e il 3,3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Il tasso di adesione risulta pari al 25,6% rispetto alla forza lavoro e al 29,5% rispetto agli occupati. Per i dipendenti del settore privato il tasso di adesione supera il 33%, con valori diversificati per dimensione aziendale. Si stima un valore prossimo al 50% nelle imprese con almeno 50 addetti che scende al 20% nelle imprese di minore dimensione.

I fondi pensione indirizzano una componente rilevante del loro portafoglio nel sistema paese. Gli investimenti in Italia ammontano a circa 35 mld di euro, in prevalenza titoli Stato (28 mld). La componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane appare molto più ridotta (2,6 miliardi di euro, il 3% del totale).

Una porzione significativa del risparmio previdenziale degli italiani è affidato anche alle Casse di previdenza privata. Nel complesso le attività patrimoniali delle Casse a fine 2014 ammontavano a 72 mld di euro. Rispetto ai fondi pensione le casse investono in Italia una porzione maggiore del loro patrimonio (il 62%). Le casse e i fondi pensione complessivamente gestiscono un stock di capitale superiore ai 200 mld di euro.

Nel rilancio degli investimenti di medio e lungo periodo, gli investitori istituzionali possono esercitare un ruolo importante, fornendo risorse finanziarie alternative al credito bancario. Per le forme pensionistiche e gli enti previdenziali privati, la legge di Stabilità ha introdotto nel 2015 alcune misure volte a mitigare l'inasprimento della tassazione sui rendimenti (dall'11 al 20% per i fondi e dal 20 al 26% per le Casse di previdenza) previsto a partire dal 2014.

Si tratta di un credito di imposta, di entità diversa per fondi e casse, nel caso in cui tali enti investano nell'economia reale italiana allocando una porzione delle loro risorse in azioni, obbligazioni o quote di OICR, con un obiettivo di medio-lungo termine.

I potenziali benefici di una maggior partecipazione degli enti previdenziali al finanziamento delle imprese sarebbero non solo per le imprese stesse ma anche per i fondi dal momento che, in un sistema economico più sano, gli schemi previdenziali beneficerebbero di una migliore diversificazione, di un bacino più ampio in termini di possibili adesioni e di un maggior potenziale contributivo.

La previdenza integrativa in Italia: le adesioni e il patrimonio gestito

I problemi connessi al progressivo invecchiamento della popolazione e alla sostenibilità del sistema previdenziale pubblico, stanno portando l'Italia verso un modello di *welfare* caratterizzato dalla compartecipazione di soggetti pubblici e privati nell'erogazione delle prestazioni pensionistiche.

Ai fondi pensione e agli enti di previdenza privati è affidata una importante funzione sociale, quella di affiancare lo Stato e gli altri operatori pubblici nel sostenere il benessere degli individui nella fase anziana.

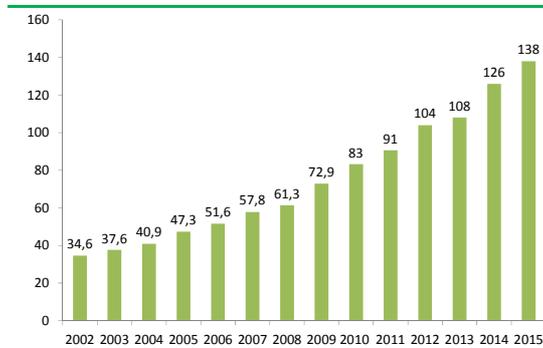
Nonostante le riforme che si sono susseguite abbiano progressivamente eroso il livello di copertura previdenziale del pilastro pubblico, in Italia le dimensioni del sistema di previdenza integrativa appaiono ancora ridotte sia nel confronto internazionale sia

rispetto alle aspettative del Governo e delle istituzioni che miravano, con le riforme attuate, a un rapido incremento nei tassi di adesione.

A dicembre 2015 le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa l'8,1% del Pil e il 3,3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se più che doppio rispetto a quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma, a fine 2006, tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5% e all'1,5%.

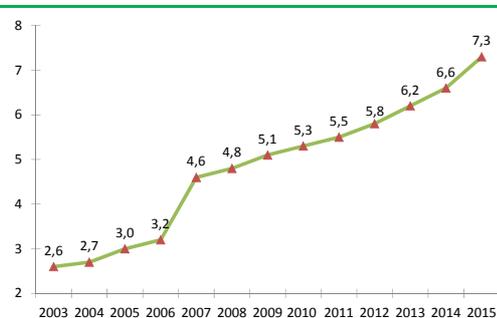
Gli iscritti alle forme pensionistiche complementari, a fine 2015 ammontano a circa 7,3 milioni, con un incremento pari a circa 860 mila unità; al netto delle uscite si tratta di un aumento superiore al 13% rispetto a fine 2014.

Fondi pensioni italiani: risorse destinate alle prestazioni
(2015; mld di euro)



Fonte: Covip

Numero di iscritti alla previdenza complementare
(2015; mln)



Fonte: Covip

Il contributo più rilevante alla crescita delle adesioni è stato fornito dai fondi pensione negoziali che, dopo aver registrato una contrazione degli iscritti negli ultimi anni, hanno evidenziato nel 2015 un aumento pari a 530.000 nuovi iscritti (+27%). Nel complesso i fondi negoziali contano 2,5 milioni di iscritti totali, quasi tutti lavoratori dipendenti del settore privato. La crescita del 2015 è in gran parte imputabile all'avvio del meccanismo di adesione automatica di tipo contrattuale di tutti i lavoratori dipendenti del settore edile con il versamento del contributo a carico del datore di lavoro. In particolare, il fondo di settore, che a fine 2014 contava 39.000 iscritti, nel corso del 2015 è arrivato a coprire quasi l'intera platea di riferimento di circa 570.000 unità.

Tra gli altri schemi previdenziali i PIP (piani integrativi previdenziali), che contano 3 milioni di aderenti, nel 2015 hanno evidenziato un buon ritmo di crescita (+10%) anche se in rallentamento rispetto agli anni precedente (+19% nel 2013 e +15% nel 2014). Continuano a crescere anche i fondi pensione aperti che hanno registrato 52.000 nuovi iscritti (+10%), portando il totale degli aderenti a fine 2015 a 1,1 milioni.

Il meccanismo delle adesioni tacite ha portato un contributo solo marginale alla crescita degli iscritti. Dal 2007, anno di avvio della riforma, i lavoratori che hanno aderito sulla base del conferimento tacito del Tfr sono risultati circa 230.000, l'8% del totale dei nuovi iscritti dipendenti del settore privato.

Il tasso di partecipazione alla previdenza complementare ammonta al 25,6% della forza lavoro, una platea potenziale di 25,5 milioni di unità. Rispetto al totale degli occupati, il tasso di adesione arriva al 29,5%. Per i dipendenti del settore privato, i soli interessati dal meccanismo del conferimento del Tfr, il tasso di adesione supera il 33%,

con valori diversificati per dimensione aziendale. Si stima un valore prossimo al 50% nelle imprese con almeno 50 addetti che scende al 20% nelle imprese di minore dimensione.

Per avere un quadro più fedele dell'effettivo livello di partecipazione alla previdenza complementare occorrerebbe considerare i soli iscritti che alimentano regolarmente la propria posizione individuale. In Italia l'ammontare delle sospensioni contributive ha assunto, infatti, una dimensione rilevante. Nel corso del 2014 circa 1,5 milioni di iscritti (il 24%) non hanno alimentato la propria posizione mediante il versamento dei contributi, 140.000 in più rispetto all'anno precedente. Circa uno su cinque tra gli iscritti non versanti presenta una posizione individuale nulla o irrisoria. L'entità maggiore si riscontra tra i lavoratori autonomi (il 36% del totale) rispetto ai lavoratori dipendenti (18%).

Considerando i soli iscritti che alimentano regolarmente la propria posizione individuale, il tasso di adesione rispetto agli occupati si abbassa al 22,3%, così ripartito: 27,2% tra i lavoratori dipendenti privati, 20,4% tra i lavoratori autonomi e 5,2% tra i dipendenti pubblici. Rispetto alla forza lavoro risulterebbe pari al 19,5%.

Nonostante il progressivo incremento degli iscritti, la distribuzione per classe di età presenta valori piuttosto stabili. Solo il 15% per cento della forza di lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare. Il tasso di partecipazione arriva al 23% per i lavoratori nella classe di età compresa tra 35 e 44 anni e sale al 31% per quelli tra i 45 e i 64 anni. Nel complesso, l'età media degli aderenti è di 46,2 anni, rispetto ai 42,6 delle forze di lavoro. Gli iscritti di sesso maschile rappresentano il 61% del totale degli aderenti (a fronte di un'incidenza sulla forza lavoro del 57%) con un tasso di partecipazione del 27% per gli uomini e del 23% per le donne.

Il Tfr tra previdenza integrativa ed altri possibili utilizzi

Dall'avvio della riforma (decreto lgs. 252/2005¹), si è registrata una sostanziale stabilità nella ripartizione delle quote annue di Tfr fra le diverse possibili destinazioni: circa il 55% per cento dei flussi è rimasto in azienda, il 20% annualmente risulta versato ai fondi di previdenza complementare e la parte rimanente viene indirizzata al Fondo di Tesoreria. In media il flusso di Tfr versato annualmente alle forme pensionistiche complementari supera di poco i 5 mld di euro. Tra il 2007 e il 2014 è confluito nella previdenza complementare un ammontare di Tfr pari a quasi 40 mld di euro.

La Legge di Stabilità 2015 ha introdotto la possibilità, per i lavoratori aventi un rapporto di lavoro in essere da almeno sei mesi presso il medesimo datore di lavoro, di chiedere l'erogazione mensile delle quote maturande di Tfr direttamente in busta paga. Tale possibilità è stata prevista anche per i lavoratori già aderenti a una forma pensionistica complementare. Pur trattandosi di un'opzione temporanea, la scelta compiuta rimane irreversibile fino al 30 giugno 2018.

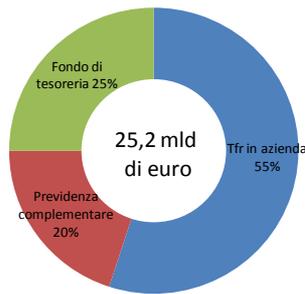
La possibilità di monetizzare subito il Tfr mira a stimolare i consumi intervenendo sul reddito disponibile senza ricorrere a misure fiscali di sostegno dei redditi che avrebbero un impatto negativo sui saldi di finanza pubblica. Anzi, il regime fiscale più gravoso previsto per tale operazione sortisce un effetto positivo per le entrate pubbliche. Il Tfr erogato in busta paga viene infatti tassato ad aliquota ordinaria con le relative

¹ Il Decreto lgs. 252/2005 dispose, a partire dal 2007, il conferimento delle quote maturande di Tfr alla previdenza complementare con esplicita manifestazione di volontà o mediante tacito consenso del lavoratore dipendente privato; nel caso di richiesta esplicita, il Tfr sarebbe rimasto in azienda per quei lavoratori alle dipendenze di imprese al di sotto dei 50 addetti o trasferito al Fondo di tesoreria nell'ipotesi di datori di lavoro con un numero di addetti pari o superiore a 50.

addizionali comunali e regionali. Si tratta di un regime di tassazione meno favorevole sia rispetto all'imposta sostitutiva che grava sulle prestazioni erogate dalle forme complementari, sia rispetto alla tassazione separata sul Tfr erogato dall'azienda di appartenenza in caso di cessazione del rapporto di lavoro.

Flusso annuale di Tfr e ripartizione tra le possibili destinazioni

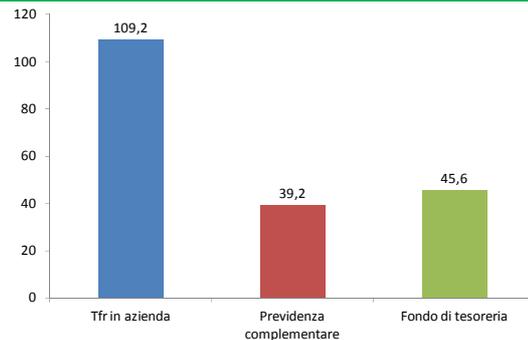
(2014; quote %)



Fonte: Covip

2007-2014 flusso cumulato di Tfr per destinazione

(mld. di euro)



Fonte: Covip

Alcune simulazioni hanno evidenziato come, dal punto di vista fiscale, la richiesta di avere il Tfr in busta paga risulterebbe poco conveniente per i lavoratori con redditi superiori a 15.000 euro, a cui si applica un'aliquota IRPEF superiore al 23%. A ciò si aggiunge la rinuncia per i tre anni della mancata rivalutazione del Tfr (per chi ha scelto di destinarlo all'azienda o al Fondo di Tesoreria), o del rendimento offerto dal fondo pensione (per chi versa il Tfr nella previdenza complementare).

Dal lato delle imprese, per compensare il venir meno della disponibilità del Tfr come fonte di autofinanziamento, sono state previste una serie di misure compensative tra cui: la deducibilità dal reddito del 4% del Tfr versato (6% per le imprese con meno di 50 addetti); l'esonero dal versamento del contributo al Fondo di garanzia per il trattamento di fine rapporto e dal versamento dei contributi per disoccupazione, maternità e assegni familiari (nella misura dello 0,28% della retribuzione imponibile ai fini previdenziali) nella stessa percentuale del Tfr maturando conferito ai fondi pensione o al Fondo di Tesoreria.

Il patrimonio gestito dai fondi pensione: molto concentrato sui titoli di Stato

Le risorse destinate alle prestazioni a dicembre 2015 sono salite a 139 mld di euro, in aumento di 6 punti percentuali rispetto alla fine del 2014. Il patrimonio riferibile ai fondi pensione preesistenti ha raggiunto i 54 mld di euro, 42 mld di euro risultano gestiti dai fondi pensione negoziali e 15 mld dai fondi pensione aperti. Il patrimonio amministrato dai Pip (vecchi e nuovi) ha toccato i 26 mld di euro. Il flusso di Tfr versato nelle casse della previdenza complementare è rimasto pressochè stabile su un valore pari a 5,2 mld di euro.

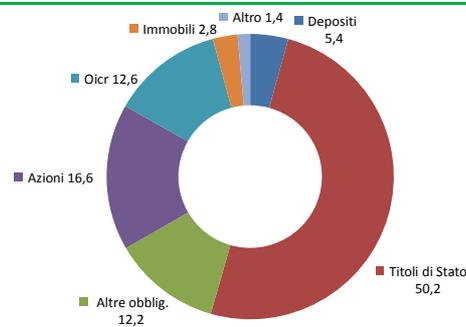
Il patrimonio gestito dalla previdenza complementare, in termini di *asset allocation* presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. Il 61% delle attività è investito in titoli di debito (circa 43 dei 53 mld di euro di obbligazioni sono titoli di Stato), il 16,1% in azioni e il 12,6% in quote di OICR. L'esposizione azionaria

calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti attraverso le quote di OICR arriva al 24,9 per cento.

Gli investimenti immobiliari sono presenti esclusivamente nei fondi pensione preesistenti, per i quali la normativa concede un regime di deroga al divieto di detenzione diretta. Alla fine del 2014, gli immobili detenuti direttamente dai fondi preesistenti ammontano all'8,4% delle attività e sono riferibili a 19 schemi previdenziali quasi tutti appartenenti al settore bancario. Includendo anche le partecipazioni in società immobiliari e le quote di fondi chiusi, l'investimento immobiliare complessivo ammonta a 4,2 miliardi di euro, il 15% del totale delle attività dei fondi pensione preesistenti.

Asset allocation dei fondi pensione in Italia

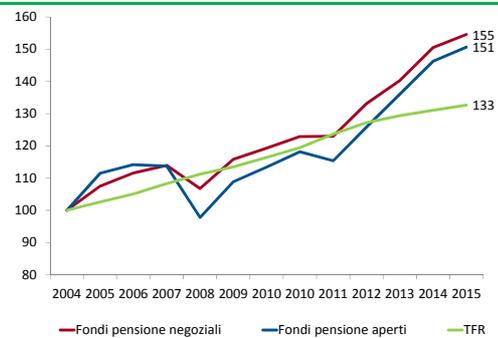
(quote % sul totale; valori a fine 2014)



Fonte: Covip

Rendimenti dei fondi pensione e del Tfr

(numero indice; 2004=100)



Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

Nel 2015 i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati ampiamente superiori al tasso di rivalutazione del Tfr. I fondi pensione negoziali si sono rivalutati in media del 7,3%, i fondi pensione aperti del 7,5%, i Pip nuovi del 7,3% a fronte dell'1,3% del Tfr.

Ampliando il confronto agli ultimi dieci anni il divario tra i rendimenti dei fondi e la rivalutazione del Tfr appare ancora maggiore. Posto pari a 100 il 2004, a dicembre 2015 l'indice relativo ai fondi pensione negoziali risultava pari a 151, quello dei fondi aperti a 146 a fronte di un valore pari a 131 per il Tfr.

Gli investimenti dei fondi pensione sul mercato italiano

Con riferimento alla distribuzione delle risorse per area geografica, i dati evidenziano che le scelte d'investimento dei fondi pensione italiani in merito alla componente obbligazionaria privilegiano i titoli sovrani emessi in Italia e nei paesi dell'area euro.

Analizzando la composizione del portafoglio dei fondi pensione a fine 2014 è possibile osservare come lo stock di investimenti indirizzati in Italia ammontava a circa 35 mld di di euro. In gran parte (28 mld di euro) si tratta di titoli Stato. Molto più ridotta appare invece la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente a 2,6 miliardi di euro (il 3% del totale). Di questi, 1,8 miliardi si riferisce a titoli di debito e circa 800 milioni a titoli di capitale, in quasi tutti i casi si tratta di titoli quotati. Si aggiungono i 4,2 mld di investimenti immobiliari diretti ed indiretti per la quasi totalità contenuti nei portafogli dei fondi preesistenti.

Nel complesso gli investimenti dei fondi pensione in titoli di capitale italiani costituiscono circa il 5 per cento del portafoglio azionario complessivo, che ammonta a oltre 16 miliardi. Si tratta di una quota limitata ma superiore di 3,5 punti percentuali rispetto al peso delle azioni italiane sull'indice azionario mondiale MSCI World che assegna all'Italia un peso tra l'1 e l'1,5% in base al peso della capitalizzazione del mercato domestico rispetto alla capitalizzazione mondiale. In un confronto internazionale altre economie di dimensioni simili alla nostra tendono ad investire in titoli domestici una quota di portafoglio ben superiore rispetto al peso del mercato finanziario interno sul mercato mondiale.

Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale. Pur in presenza di alcuni vincoli strutturali, permangono spazi per accrescere l'intervento dei fondi nel finanziamento alle imprese. Dal lato della domanda, ad esempio, il sistema industriale italiano si caratterizza per un elevato numero di piccole e medie imprese non quotate, con una limitata trasparenza, una tradizione di gestione familiare e una scarsa apertura al mercato. Per esse il principale canale di finanziamento è quello bancario.

Esistono poi alcune difficoltà tecniche legate alle caratteristiche degli strumenti finanziari, attraverso i quali sarebbe possibile indirizzare flussi di investimento alle imprese italiane; alcuni di questi strumenti, come gli investimenti in *private equity*, infrastrutture, mini-bond ed energie rinnovabili hanno la forma giuridica di fondi chiusi. Anche se la normativa vigente ammette il ricorso, entro certi limiti, a questi strumenti, essi presentano alcune peculiarità che ne hanno di fatto limitato il ricorso da parte dei fondi pensione. Nei fondi pensione negoziali e aperti non figurano investimenti in fondi mobiliari chiusi, nei fondi pensione preesistenti rappresentano una quota marginale.

Parallelamente all'impulso che si vuole dare alla previdenza integrativa, l'orientamento prevalente è quello di convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell'economia reale italiana, pur nel rispetto dei criteri di prudenza e delle finalità proprie delle forme previdenziali. I potenziali benefici sarebbero non solo per il sistema delle imprese ma anche per i fondi stessi dal momento che, in un sistema economico più sano, gli schemi previdenziali beneficerebbero di una migliore diversificazione, di un bacino più ampio in termini di possibili adesioni e di un maggior potenziale contributivo.

La tassazione dei fondi: verso una nuova revisione?

A livello europeo sono stati avviati diversi progetti, tra cui il Piano Juncker per favorire il rilancio degli investimenti e la diversificazione delle fonti di finanziamento alle imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni. Nel rilancio degli investimenti di medio e lungo periodo, gli investitori istituzionali possono esercitare un ruolo importante, fornendo risorse finanziarie alternative al credito bancario. In Italia, per sostenere la ripresa degli investimenti sono state adottate diverse iniziative. In riferimento alle forme pensionistiche e agli enti previdenziali privati di base, sono stati introdotti degli incentivi volti a mitigare l'inasprimento della tassazione sui rendimenti.

La legge di Stabilità 190/2014 ha introdotto un incremento della tassazione sui rendimenti annui dei fondi pensione dall'11 al 20% e dal 20 al 26% per le Casse di previdenza. L'incremento dell'imposta è stato inserito con effetto retroattivo a partire dall'1 gennaio 2014. Tale provvedimento, al netto degli effetti benefici sui conti pubblici, va ad incidere sul montante su cui vengono calcolate le prestazioni finali nette dei fondi stessi. La tassazione del risparmio previdenziale nel periodo della sua formazione, tende a penalizzare la fase di accumulo riducendo più che proporzionalmente (per effetto del meccanismo degli interessi composti) il capitale finale.

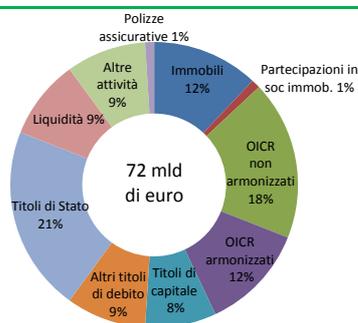
Le aliquote di tassazione tornano tuttavia rispettivamente all'11% e al 20% nel caso in cui fondi e Casse investano nell'economia reale italiana, allocando una porzione delle loro risorse in azioni, obbligazioni o quote di OICR, con un obiettivo di medio-lungo termine. Per almeno 5 anni fondi pensione e Casse dovranno mantenere tra i loro asset titoli di un ampio ventaglio di settori produttivi: infrastrutture turistiche, culturali, ambientali, idriche, stradali, ferroviarie, portuali, aeroportuali, sanitarie, immobiliari pubbliche non residenziali, delle telecomunicazioni, e della produzione e trasporto di energia.

Ulteriori interventi correttivi al regime fiscale sono in corso di studio. Tra le ipotesi in esame (oltre a riportare le aliquote al livello precedente) c'è quella di mantenere gli incentivi ad investire in attività non speculative, riducendo solo in parte le attuali aliquote. Le aliquote potrebbero essere dunque inferiori a quelle attuali ma superiori alle precedenti, alleggerendo così il carico fiscale sugli investimenti speculativi ma lasciando la possibilità di ampliare il vantaggio fiscale investendo nell'economia reale.

Le casse di previdenza privata e gli investimenti in Italia

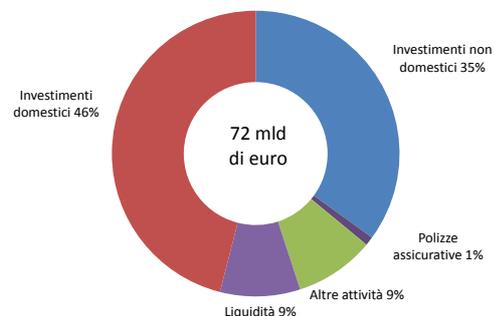
Una porzione significativa del risparmio previdenziale degli italiani è affidato alle Casse di previdenza privata. Nel complesso le attività patrimoniali delle Casse nel 2014 ammontavano a 72 mld di euro.

**Enti previdenziali privati:
composizione del portafoglio
(quota% sul totale; 2014)**



Fonte: Adepp

**Ripartizione del portafoglio tra
investimenti domestici e non
(quota% sul totale; 2014)**



Fonte: Adepp

L'Adepp, l'associazione che riunisce le Casse, ha recentemente pubblicato un rapporto sugli investimenti degli enti previdenziali privati dal quale è emerso che gli impieghi domestici, tra titoli di Stato, altri titoli di debito, azioni e Oicr e immobili, ammontano a poco più di 32 mld di euro, pari al 45,8% del totale complessivo delle attività, mentre le attività non domestiche ammontano al 35,5% del totale. Aggiungendo a tali valori 6,6 mld di euro di liquidità e 4,9 mld di euro di crediti di natura contributiva contenuti nelle "altre attività" il patrimonio investito nel "sistema Paese" ammonta a circa 44 mld di euro circa il 62% del totale.

Nell'ambito degli investimenti domestici, le due componenti principali sono rappresentate dagli investimenti immobiliari (complessivamente pari al 25,8% delle attività totali) e da quelle in titoli di Stato (14,5% delle attività totali). Per quanto riguarda i titoli di capitale (circa 9 mld di euro) il 21% (pari a 1,9 mld di euro) sono investiti in Italia. I settori prevalenti sono le utilities, il settore finanziario e quello

dell'energia. Tra i titoli di debito corporate (6,6 mld di euro), la componente investita in Italia ammonta al 16% del totale e presenta una forte concentrazione nel settore finanziario nel quale confluiscono i tre quarti degli investimenti di questo tipo.

L'Adepp ha manifestato l'intenzione delle Casse di continuare a investire in attività legate alle professioni di riferimento, in modo da creare benefici diretti alla platea degli iscritti, con un sostegno diretto al settore di riferimento. Tra i settori prioritari per gli investimenti sono stati individuati: servizi alla persona, servizi alla collettività, *green economy*, energia, nanobioteχνologie.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com